

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级

学号: 13620081150826

UDC

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

日本上市公司反收购措施正当性问题的  
研究与借鉴

Research on the Legitimacy of Listed Company

Anti-takeovers in Japan

刘 馨 媚

指导教师姓名 : 李国安 教授

专 业 名 称 : 法 律 硕 士

论文提交日期 : 2012 年 4 月

论文答辩时间 : 2012 年 月

学位授予日期 : 2012 年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2012 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日:

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（    ☒    ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

---

## 内 容 摘 要

由于股权分置这一特殊构造的存在，在我国对上市公司的收购曾经以协议收购等友好的方式为绝对主流。但随着我国 2005 年 4 月开始的股权分置改革的完成以及与全球经济的不断接轨，要约收购等收购方式已越来越普遍。其中没有得到目标公司同意的敌意收购最易引起目标公司的反对，遭到目标公司采取反收购措施预防或阻止其实现。

收购（尤其是敌意收购）和反收购，常涉及到公司内外多层面、多角度的利益冲突。收购方、被收购的目标公司、目标公司的利益相关者等都希望得到法律对其利益的确认和保护。其中目标公司的股东和管理层分别处于公司的实际所有者和实际控制者地位，在反收购问题上他们之间又存在着利益冲突的可能。反收购一方面是目标公司保护公司和股东利益，应对恶意收购的必要手段；另一方面又可能被滥用于维护目标公司管理层或控制股东的利益。因此，法律应对各方的利益冲突进行规范和调整，对反收购措施的正当性的判断标准作出规定。

本文从以下几个方面展开：首先，介绍了上市公司收购和反收购的基本内涵、分类和评价方式；然后，参考日本反收购法律规范的最新进展和学界研究，介绍了日本反收购措施正当性的判断标准；之后，评析了日本上市公司主要的反收购措施和法院对反收购措施正当性作出判断的几个代表性案例；最后，从我国反收购的法律现状，及可能采取的反收购措施类型这两个方面入手，通过借鉴日本法律规范，试着提出一个既适合我国国情、又相对客观公正的关于反收购措施的正当性判断标准的建议。

关键词：敌意收购；反收购；正当性

厦门大学博硕士论文摘要库



---

## ABSTRACT

Due to historical reasons, the acquisitions of listed companies were mostly acquired by agreement and other friendly ways in China. However, with the Share Reform beginning from April 2005, and the integration with global economy, it is foreseeable acquisition in tender offer way has been increasing. In this case, how to deal with hostile takeovers of listed companies, especially the acquisition from foreign investors (mainly foreign fund), to protect the interests of the target company and its shareholders, will become an issue that must be addressed.

The acquisition of listed companies, (especially the hostile takeover) and the anti-takeover would involve conflictions of interests among different participants. Acquirer, the target company and the stakeholders all want to get the legal recognition and protection on their interests. Since the shareholders and management level of target company ---the company's actual owners and the actual controllers---are in opposite position in the takeover issue, that there is potential confliction of interests between them. Therefore, the law should respond to the require of adjustment, and resolve the conflictions of interests.

The thesis is summarized as below. The first part introduced the basic conception of listed corporation's takeover and anti-takeover. The second part is about the current research on regulations of the listed corporation's anti-takeover, especially about how to judge the legitimacy of anti-takeover measures. The third part commented some representative anti-takeover cases in Japan. Based on the current regulations about the anti-takeover and the defensive measures probably adopted in China, the forth part of the thesis tried to raise some suggestions to make progress on legal regulations of listed corporation's anti-takeover in China, especially tried to find some fair rules to judge the legitimacy of defensive measures, and a reasonable attribution of the

power to make decisions on the anti-takeover issue.

**Key words:** hostile takeover; anti-takeover; legitimacy

厦门大学博士论文摘要库

# 目 录

内 容 摘 要 .....	1
目 录 .....	1
序 言 .....	1
第一章 反收购的基本理论.....	1
第一节 上市公司收购 .....	1
第二节 敌意收购的利弊及其判断.....	2
第三节 反收购的基本内涵 .....	4
第二章 日本的反收购措施的正当性判断标准 .....	6
第一节 企业价值基准的提出 .....	6
第二节 企业价值基准的原型与改进 .....	7
第三节 企业价值基准的主要内容.....	10
一、威胁的范围 .....	11
二、反收购过度的判断标准 .....	11
三、慎重和中立的判断过程 .....	11
第四节 采取反收购措施须遵循的三个原则及评析 .....	12
一、保护和提高企业价值、维护股东共同利益的原则 .....	12
二、事前信息披露、股东决策的原则 .....	13
三、确保必要性和适当性的原则 .....	14
第三章 日本上市公司反收购措施的正当性和判例评析.....	17
第一节 日本上市公司主要的反收购措施类型 .....	17
第二节 定向增发新股及其正当性判断 .....	19
一、关于“不公正的发行” .....	19

二、采用“主要目的规则”的判例 .....	21
<b>第三节 发行新股认购权及其正当性判断 .....</b>	<b>23</b>
一、Steel Partners 诉 Bull-Dog Sauce 事件 .....	23
二、活力门（livedoor Co., Ltd）诉日本广播公司(Nippon Broadcasting System)事件 .....	27
<b>第四章 我国上市公司反收购措施的正当性问题 .....</b>	<b>29</b>
<b>第一节 我国上市公司收购与反收购的立法与实践 .....</b>	<b>29</b>
一、我国上市公司收购的现状.....	29
二、我国上市公司收购的主要法律规定 .....	30
三、我国现行法律环境下的反收购措施 .....	37
<b>第二节 对我国反收购措施正当性评价标准的设想 .....</b>	<b>39</b>
一、反收购的决策权问题 .....	39
二、反收购的正当性问题 .....	41
<b>结    语 .....</b>	<b>45</b>
<b>参 考 文 献 .....</b>	<b>错误！未定义书签。</b>

---

## CONTENTS

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>1</b>
<b>CONTENTS .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Basic Theory of Anti-takeover.....</b>	<b>1</b>
Subchapter 1 Acquisition of Listed Companies .....	1
Subchapter 2 The Connotation of Hostile Takeover .....	2
Subchapter 3 The Basic Theory of Anti-takeover .....	4
<b>Chapter 2 Criteria for judging the legitimacy of Anti-takeover measures in Japan .....</b>	<b>6</b>
Subchapter 1 The criteria for Judging the Legitimacy of Defensive Measures in Japan: Corporate Value Criteria .....	6
Subchapter 2 The Prototype and Progress of the Corporate Value Criteria	7
Subchapter 3 The Main Content of the Corporate Value Criteria .....	10
Section1 The Scope of the Threat .....	11
Section2 Criteria for Judging the Degree of Anti-takeovers.....	11
Section3 Careful and Neutral Judgement Process .....	11
<b>Subchapter 4 Three Principles of Defensive Measures .....</b>	<b>12</b>
Section1 The Principle of Protecting the Enterprise Value and Shareholders Interests.....	12
Section2 Prior Information Disclosure and Shareholders Decision-making .....	13
Section3 Ensure the Necessity and Appropriateness .....	14

---

<b>Chapter 3 The Main Types of Defensive Measures and Related Cases in Japan .....</b>	<b>17</b>
<b>Subchapter 1 The Main Types of defensive measures in Japan.....</b>	<b>17</b>
<b>Subchapter 2 Private Placement and its Legitimacy.....</b>	<b>19</b>
Section1 About the Injustice Issue .....	19
Section2 The Jurisprudence of “Main Purpose Rule”.....	21
<b>Subchapter 3 Issuance of New Shares Subscription Rights and its Legitimacy .....</b>	<b>23</b>
Section1 Steel Partners v. Bull-Dog Sauce .....	19
Section2 Livedoor co. Ltd v. Nippon Broadcasting System .....	21
<b>Chapter 4 The Regulations about Acquisition of Listed Companies in China .....</b>	<b>29</b>
<b>Subchapter 1 The Present Situation and Regulations about the Takeover and Anti-takeover in China .....</b>	<b>29</b>
<b>Subchapter 2 An Ideal Model of the Criteria for judging the legitimacy of Anti-takeover Measures .....</b>	<b>39</b>
<b>Conclusions.....</b>	<b>45</b>
<b>Bibliography .....</b>	<b>46</b>

## 序 言

传统的公司法制度是以所有权和经营权的分离<sup>①</sup>为基础的。采取股份制形态的公司，股东是公司实际上的所有者，有权选择经营者，委托其对企业经营管理做意思决定。管理层作为经营管理上的专业人员，通过对企业的管理，实现公司运营的效率化。股东则通过在股东大会上提出股东提案，选任、罢免董事和监事，变更公司章程等方式来控制公司。按公司法的设想，股东和管理层之间是一种委托代理关系<sup>②</sup>。管理层应履行受托责任，负有善管注意义务和忠实义务<sup>③</sup>。股东则通过对管理层的选任或者罢免，对公司进行控制和监督。

公司收购，一般指通过一定的程序和手段取得某一公司部分或全部所有权的投资行为。按照是否得到目标公司的同意，公司收购可以分为友好的收购和敌意收购。反收购是指被收购的目标公司为预防或防止收购者收购本公司而采取措施。其主要目的是防止目标公司控制权的变化或转移，主要针对敌意收购采取，但也会对友好收购产生一定的影响。

收购（尤其是敌意收购）和反收购，会涉及到公司内外多层面、多角度的利益冲突。收购方、被收购的目标公司、目标公司的利益相关者等各方都想要得到法律对其利益的确认和保护。其中目标公司的股东和管理层分别处于公司的实际所有者和实际控制者地位，在反收购问题上他们之间又存在着利益冲突的可能。因此法律应对这些利益冲突进行调整和解决。正如美国法学家庞德所说：“法律的作用就是承认、确立、实现和保障人们的利益；就是防止不同群体间的利益冲突。法律可以做出偏向某一群体

<sup>①</sup> separation of ownership from management: 起源于 Adolphe A. Barle, Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.

<sup>②</sup> 公司制企业由于有限责任性、持续存在性和股权的易转让性，在筹集资金和企业内部组织管理上具有无法比拟的优势，成为市场经济中最为典型的组织形式。公司合约安排中，所有权和经营权相分离，投资者与经营者间形成以财务资本受托管理为主要内容的公司受托责任，财务资本所有者将其财务资本投入公司，托付给人力资本所有者进行管理和经营，并向其转移一定的财务资本控制权。陈文·夏文贤·黎代福. 受托责任、信息披露与规则安排[J]. 财会通讯, 2003, (12): 19-21.

<sup>③</sup> 董事在管理公司事务、执行公司业务时所承担的义务有三种：注意义务（duty of care），忠实义务（duty of loyalty）和其它法定义务（Statutory duty）。在英美公司法中，注意义务和忠实义务主要源于判例法，其它法定义务则主要源于公司制定法和其它有关法律，如证券交易法等。在大陆法系国家公司法，注意义务和忠实义务主要源于民事法律，其它法定义务则主要源于公司法和其它有关法律。而在中国，董事忠实义务和注意义务则主要源于公司制定法，其它法定义务也主要源于公司法和其它有关法律。张民安. 董事忠实义务研究[J]. 吉林大学社会科学学报, 1997, (5): 86-91.

的价值判断，以平衡各群体间利益的冲突。”

随着我国股权分置改革的完成，我国上市公司的股权结构将逐步进入一个“全流通”的时代。股权结构的分散和流通性的增强，加上新的《公司法》和《上市公司收购管理办法》允许部分要约收购，还有换股收购等收购对价多样化，可以预见，上市公司收购中采取要约收购方式的收购将越来越普遍，这将增加敌意收购发生的可能。敌意收购的出现必然伴随着反收购的产生。所以，为适应证券市场结构的变化，我国应完善反收购相关法律体系和监管理念，对反收购的正当性相关问题做出规定，规范上市公司采取的反收购措施。

鉴于日本反收购立法在实践中的运行已有一定历史和经验，本文基于我国反收购问题现状，参考日本反收购法律规范的最新进展，从把股东和管理层之间的关系看作委托代理关系这一视点出发，来讨论反收购的正当性判断问题，即：是否应该允许对公司收购采取反收购措施？对什么样的收购行为可以实行反收购？该由谁来决策是否进行反收购？怎样的反收购才是正当和适当的？试在这些问题上提出自己的一些建议。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库